

Les Déterminants du Développement Financier

The Determinants of Financial Development

Younes Azzouz

Université de Tlemcen; Algérie
younesazzouz@gmail.com

Naima Baroudi

Université de Tlemcen; Algérie
baroudinaima@yahoo.fr

Résumé :

Cet article tente de mettre la lumière sur les principaux facteurs qui participent à la détermination du niveau du développement financier. L'origine légale, l'environnement politique, les caractéristiques géographiques, la culture et la religion déterminent la nature et le rôle des institutions mises en place dans chaque pays ; ces institutions à leur tour déterminent la structure, les fonctions et surtout l'efficacité des systèmes financiers instaurés.

Mots Clés : Développement financier, Institutions, Origine légale, Environnement politique.

Classification JEL : G28, N23, N43, P14

Abstract:

This article attempts to shed light on the main factors involved in determining the level of financial development. The legal origin, political, geographic, culture and religion determine the nature and role of institutions set up in each country; These institutions in turn determine the structure, functions and especially the effectiveness of established financial systems.

Keywords: Financial Development, Institutions, Legal origin, political environment.

JEL Classification: G28, N23, N43, P14

Introduction

Aucune définition empiriquement acceptable du développement financier n'existe ; toutefois, la large littérature théorique suggère que les intermédiaires et les marchés financiers se créent et se développent pour optimiser les coûts de l'information et des transactions, donc promouvoir l'acquisition de l'information, la diversification des risques, la transformation de liquidité et la facilitation des transactions financières.

En considérant un système financier comme un ensemble, on peut estimer que ses fonctions n'ont changé durant les quelques derniers siècles que légèrement, c'est plutôt la façon d'accomplir ces fonctions qui a beaucoup évolué. Cette évolution s'est manifestée principalement à deux niveaux : l'apparition de nouveaux intermédiaires, et l'élargissement de la gamme des produits et services offerts par chacun d'entre eux.¹

On peut considérer qu'un système financier, quelle que soit sa composition, remplit les fonctions majeures suivantes :²

- *Le transfert des ressources* dans le temps et dans l'espace ;
- *L'acheminement des ressources des épargnants aux investissements* les plus rentables en coïncidant entre les objectifs des deux parties ;
- *La mise en commun des ressources et la subdivision de propriété* afin de permettre l'accès aux petits investisseurs ;

- *La gestion des risques* en offrant des services d'assurance pour les individus, pour les propriétés et même pour les investissements ;
- *La facilitation des paiements* en offrant les moyens adéquats, en minimisant les frais et en sécurisant les transferts de fonds ;
- *La collecte et le traitement de l'information* concernant la rentabilité, la solvabilité et les risques liés aux différents agents économiques ;
- *La gestion des problèmes d'incitation* tels que l'aléa moral, la sélection adverse et les conflits principal-agent à travers les contrats de surveillance déléguée.
- Le deuxième volet de l'évolution des systèmes financiers concerne l'apparition de nouveaux intermédiaires et la métamorphose d'autres déjà existants. Les intermédiaires financiers sont des entreprises dont l'activité principale consiste à fournir des services et des produits financiers.³ Parmi les principaux intermédiaires on trouve :
- *Les Banques Commerciales* dont les missions principales sont la collecte de l'épargne et l'octroi de crédits. L'importance du système bancaire varie selon la nature de l'économie, que ce soit une économie d'endettement ou une économie de marchés, et selon la structure des banques en différenciant entre banques universelles et banques spécialisées ;
- *La Banque Centrale* qui fixe les politiques monétaires et veille à leur application, qui crée et gère la monnaie nationale ainsi que les réserves en or et en devises étrangères, et qui veille à ce que les banques commerciales respectent les règles de prudence ;
- *Les Fonds d'Investissements* qui permettent une meilleure diversification des portefeuilles, par conséquent la minimisation des risques ;
- *Les Compagnies d'Assurance* dont le rôle est très important pour garantir un climat de confiance propice à la promotion des investissements ;
- *Les Caisses de Retraite* qu'on peut considérer comme une assurance contre le temps ;
- Il y a aussi un grand nombre d'*Institutions Financières Spécifiques* dont l'existence est restreinte à certains pays ou certaines circonstances ; on y trouve par exemple : les banques d'investissement, les bureaux de notation ou les véhicules d'investissements structurés.

On peut constater que l'évolution de ces intermédiaires varie largement à travers les pays. Les spécialistes du domaine expliquent ces différences à travers diverses théories ; en plus des facteurs géographique, social et culturel, il y a des théories qui les relient à l'origine légale d'un pays, à des facteurs politiques ou aux dotations propres à chaque pays.

McKinnon (1973) et Shaw (1973) suggèrent que les variations des niveaux du développement financier à travers les différents pays dépendent principalement des législations et des régulations des autorités, autrement dit du cadre institutionnel.⁴ Bisignano (1998) retourne sur le développement des marchés financiers d'Antwerp et d'Amsterdam durant le Seizième Siècle, et de Londres au cours du Dix-huitième Siècle et conclue que la promulgation de lois sur la libération du commerce international et la protection des droits de propriété est la raison principale derrière leurs succès.⁵

Les principaux déterminants du développement financier, en l'occurrence les institutions, la géographie et l'ouverture commerciale, sont reconnus être également des déterminants pour la croissance économique, ce qui implique que la relation est probablement indirecte ; ces facteurs affectent réellement la croissance économique mais par le biais de son système financier et non pas directement. Cette idée constitue la base pour le domaine d'étude des relations entre la sphère financière et l'économie réelle.

Pour cela, ce travail sera consacré à l'étude de l'effet indirect des développements socio-institutionnels sur la croissance économique à travers leur effet sur le système financier. Nous nous intéresserons donc aux différentes théories qui expliquent le développement des systèmes financiers et leurs différences en matière de performance, ensuite nous retournerons sur quelques études qui essaient de vérifier cette relation finance-croissance par l'intermédiaire des institutions.

1. La Théorie du “*Droit et la Finance*”

Le Royaume Uni et la France ont beaucoup de similitudes en matière de PIB par habitant, d'institutions démocratiques et de caractéristiques géographiques ; néanmoins, durant les années 1990, le ratio de capitalisation boursière au PIB du Royaume Uni était trois fois plus élevé que celui de la France, alors que le ratio des crédits privés au PIB Britannique était de l'ordre de 112%, plus élevé que celui de la France (89%).⁶ D'un point de vue institutionnel, les deux pays suivent des traditions légales différentes reflétées par les lois et les pratiques sur le plan de la protection de la propriété privée. Si on pouvait fragmenter ces différences, quelle serait la part qu'on pourrait attribuer aux traditions et pratiques légales ?

1.1. La Naissance et la Prolifération des Droits Européens

La littérature théorique distingue deux sources principales pour les lois et les constitutions qui existent en ce moment à travers le monde. Le Droit Commun Anglais ou “*Common Law*” est un ensemble de lois qui ont été rédigées par des juges et par la suite incorporées aux législatures ; alors que les Droits Civils Français, Allemand et Scandinave “*Civic Law*” sont des lois résultant des travaux des académiciens et des législateurs sur la base de textes datant de l'ère Romaine.⁷

Théoriquement, le Droit Civil est le plus ancien puisque ses racines remontent à l'époque où l'Empire Romain régnait sur une grande partie de l'Europe, plus exactement au Sixième Siècle lorsque l'empereur Byzantin Justinien a compilé la loi Romaine pour se donner plus d'autorité à lui et à la Cour qu'il tenait d'une main de fer, et ceci au détriment de la population représentée par le sénat.

A partir du Quinzième Siècle, le système légal Français représentait un mélange de droit coutumier, de textes Justiniens et de décisions judiciaires. Mais durant le Dix-huitième Siècle, la réputation judiciaire du monarque s'est détériorée vu le nombre indéterminé d'exactions qu'il avait commises ; la Révolution Française a adopté la doctrine de Charles de Secondat Montesquieu (1748) en ce qui concerne la séparation des pouvoirs, et a donc rétréci le rôle des juges en les passant de législateurs à applicateurs de la loi, elle a aussi veillé à remplacer la jurisprudence par des lois plus fortes.⁸ Le nouvel état voulait donc s'assurer que les juges veillaient à ses objectifs, une approche reflétée par des procédures lourdement formalisées.⁹

Comme Napoléon en France, Bismarck a unifié l'Allemagne en 1871, et un peu plus tard son système légal via la codification. Une partie de cette dernière était déjà entreprise au Dix-huitième Siècle en Bavière et en Prusse, mais c'est la décision qu'a prise Bismarck en 1873 qui a mené à l'adoption du Droit Civil Allemand en 1900. Ce dernier s'est différencié de son homologue Français en favorisant la jurisprudence et l'évolution des lois. En termes d'adaptabilité, le Droit Civil Allemand s'approche beaucoup plus du Droit Commun Anglais puisqu'il a rejeté les pratiques Napoléoniennes qui visent à réduire le rôle de la jurisprudence.

L'histoire du Droit Commun Anglais est totalement différente ; ce droit a déjà atteint sa maturité avant la fin du Dix-septième Siècle lorsque le parlement s'est opposé aux Rois Anglais (Les Stuarts à cette époque) qui souhaitaient ressusciter le régime féodal. Le parlement, composé majoritairement de propriétaires de terres et de grands commerçants, s'est allié aux tribunaux pour protéger les propriétaires de droits.

Les origines légales Britannique, Française et Allemande se sont externalisées vers le reste du monde à travers la colonisation et l'imitation. Napoléon, depuis qu'il a ordonné de rédiger le Code Civil Français en 1804, avait comme objectif de l'appliquer dans tous les territoires occupés, ainsi qu'en Italie, en Pologne et aux Pays Bas. D'un autre côté, le Droit Civil Français a eu beaucoup d'influence sur les systèmes légaux Espagnol et Portugais ce qui a permis sa propagation en Amérique Latine et Centrale.¹⁰

Les Anglais ont, eux aussi, exporté leur Code à travers la colonisation. La flexibilité du Common Law a facilité son transfert et intégration dans les réglementations locales ; en fait,

les juges du Common Law avaient comme instruction de respecter les réglementations locales en ce qui concerne la religion, les litiges familiaux et autres questions délicates.¹¹

En plus de son influence sur les systèmes légaux Autrichien et Suisse, le Droit Civil Allemand a réussi à atteindre l'Extrême Est en passant par la Chine et le Japon, et quelques pays de l'Europe de l'Est. Les pays Scandinaves ont réussi à échapper à l'influence des Droits Européens, puisqu'ils avaient déjà développé leur propre Droit Civil durant les Dix-septième et Dix-huitième Siècle.¹²

Après la chute de l'Union Soviétique, la plupart des pays ex-socialistes se sont reconvertis à leurs traditions légales d'avant-guerre, y compris la Russie qui avait adopté le Droit Civil Français durant le Dix-neuvième Siècle, et les pays qui restent à ce jour attachés aux traditions socialistes, tel que Cuba, ne fournissent pas de données régulières et fiables sur leurs économies. Pour cela, sont très rares les études qui traitent le Socialisme comme tradition légale à part entière¹³.

1.2. Les Canaux de Transmission des Traditions Légales

La théorie du "*Droit et la Finance*" désigne deux canaux majeurs pour la transmission d'effets entre l'origine légale d'un pays et son niveau de développement financier :¹⁴

- * **Le canal politique**, prôné par La Porta et al (1998), implique une différence des traditions légales en termes de priorités qu'elles attachent aux droits de propriété privée contre les droits souverains de l'état, ce canal se base sur l'idée que la protection des droits de propriété privée est la base d'un développement financier durable. Dans ce sens, on trouve que le Droit Anglais a évolué durant le Dix-neuvième Siècle pour protéger les droits des propriétaires privés contre l'expropriation par le trône, alors que les Droits Civils n'ont cessé de favoriser l'autorité royale. Le canal politique met l'accent sur le degré du contrôle qu'exerce l'état sur les lois ;
- * **Le canal de l'adaptabilité des lois**, prôné par Hayek (1960) et Merryman (1985), stipule que les lois n'ont pas le même degré d'adaptabilité aux évolutions des conditions courantes ; les traditions légales qui arrivent à s'adapter efficacement pour minimiser la fosse entre les besoins en matière de contrats et les systèmes légaux pratiqués sont celles qui favorisent un meilleur niveau de développement financier. Dans ce sens, le Droit Commun est plus souple à s'adapter aux conditions courantes puisque ses juges favorisent l'étude cas par cas et favorisent ainsi la jurisprudence par rapport aux lois fixes.

Ces deux canaux, constituant la base de la théorie du "*Droit et la Finance*", suggèrent que l'origine légale d'un pays façonne son développement financier, mais chacun stipule un certain mécanisme. Le canal politique se focalise sur le pouvoir de l'état, alors que le canal de l'adaptabilité se concentre sur le processus d'élaboration des lois. En matière de différenciation, le canal politique insiste sur les différences de performance entre les pays du Droit Commun et ceux du Droit Civil, alors que le canal d'adaptabilité met l'accent sur l'avantage du Droit Commun et du Droit Civil Allemand sur le Droit Civil Français.¹⁵

1.3. Les Différences de Performance entre les Droits

Les investigations qu'ont menées La Porta et al. (2008) ont démontré que le Droit Commun, en comparaison aux Droits Civils, est associé à i) une meilleure protection des investisseurs qui, à son tour, est associée à des niveaux élevés du développement financier, à un meilleur accès au financement et une plus haute dispersion de la propriété, ii) une propriété publique et une régulation plus légères, qui sont à leur tour associées à moins de corruption, à un bon fonctionnement du marché du travail et à une économie parallèle moins importante, iii) un système judiciaire plus indépendant et moins formalisé qui favorise les droits de propriété et l'application des contrats.¹⁶

Empiriquement, Beck et al (2003)¹⁷ utilisent des indicateurs mesurant le développement du système financier tels que le ratio des crédits bancaires contractés par le secteur privé au PIB, le ratio de la capitalisation boursière au PIB, et un indice de la protection de la propriété privée (tiré de La Porta et al. 1999 et Holmes et al. 1997). L'origine légale est représentée par une variable indicatrice ; deux variables mesurent l'environnement légal à travers le canal politique : l'inamovibilité des juges de la Cour Suprême et le pouvoir de la Cour Suprême sur les cas impliquant des administrations publiques ou le gouvernement ; et deux variables reflètent le canal d'adaptabilité, soit l'utilisation des jugements précédents et la justification légale (par des lois statutaires ou selon les conditions courantes).

Les résultats des régressions démontrent que l'origine légale explique significativement les niveaux du développement financier même en contrôlant pour la durée de l'indépendance et la situation géographique. Les pays du Droit Civil Français présentent les niveaux de développement financier les plus bas en comparaison avec ceux Britannique et Allemand, et entre ces deux derniers, le Common Law devance généralement le Droit Civil Allemand, sauf lorsqu'il s'agit d'indicateur mesurant la performance du système bancaire en particulier.

Dans une deuxième étape de l'étude, les auteurs démontrent que l'origine légale (en tant que variable muette) explique généralement les quatre variables représentant le canal politique et d'adaptabilité, sauf qu'elle est plus consistante avec le deuxième canal. Pour les quatre variables, les pays issus du Common Law présentent une plus grande indépendance et flexibilité du système judiciaire.

2. Les Théories Politiques

Beck et Levine (2003) formulent quelques critiques à la théorie du "*Droit et la Finance*", on cite parmi elles:¹⁸

- Les Droits Civils accordent plus de droits aux tiers parties des contrats contrairement au Droit Commun qui insiste sur l'obligation d'implication directe de toutes les parties concernées ce qui contraint le transfert de propriété financière ;
- La simple classification des pays selon l'origine de leurs systèmes légaux peut créer des confusions pour deux raisons : les pays qui optent pour un certain Droit ne réalisent pas nécessairement les mêmes niveaux de développement que le pays source du Droit ; et que la propagation d'un certain Droit par imitation ou par colonisation risque d'influencer la réaction des populations locales à son application ;
- Le poids de l'origine légale dans la structure institutionnelle d'une économie est probablement surestimé, autant que celui des droits de propriété dans le développement des systèmes financiers.

La théorie de "*La Politique et la Finance*" a pour objectif de déterminer les autres causes des variations en matière de développement financier, tout en rejetant l'importance donnée aux traditions légales. Rajan et Zingales (2003) notent que le développement financier a beaucoup évolué durant le siècle dernier, contrairement aux traditions légales qui restent fixes ; ils soulignent alors le rôle des facteurs politiques qui changent à travers le temps.¹⁹

Le canal politique de la théorie du "*Droit et la Finance*" prédit que l'exportation du Droit Civil, par exemple, va participer à la création d'un état centralisé qui limite les droits de propriété privée, la protection des droits des actionnaires et créanciers minoritaires et le développement de marchés financiers concurrentiels, la structure politique initiale ne compte pas dans cette théorie. Par contre, la théorie de "*la Politique et la Finance*" suggère que la structure politique d'un pays est un élément central dans le développement de son système financier. Empiriquement, les chercheurs n'arrivent que partiellement à distinguer entre les deux points de vue.

La recherche sur l'effet des réformes politiques et institutionnelles sur la croissance économique n'est pas unanime.²⁰ Des économistes avancent l'idée que le processus de

démocratisation renforce les libertés civiles, les politiques stables et l'ouverture de la société ; il renforce aussi la protection des droits de propriétés et l'accomplissement des contrats ; et décourage la corruption et la déloyauté. Pour résumer, le processus de démocratisation stimule la croissance économique.

D'autres économistes reviennent sur l'effet négatif que peuvent avoir les groupes d'intérêts (dits aussi les groupes de pression) ; sous leur pression, les structures démocratiques peuvent souffrir d'inefficacité dans la prise de décision et dans son application. La démocratie "prématurée" que vivent plusieurs pays en voie de développement est suspectée d'être l'une des causes principales du ralentissement de leur croissance, et même de certaines instabilités politiques et divergences ethniques.

Amable et al (1997) démontrent que la confiance du public dans le système financier est positivement corrélée avec le volume de l'épargne ; en fait la stabilité du système et la réduction des risques peuvent compenser la baisse de rémunération sur les dépôts. Les restrictions d'entrée, la garantie des dépôts et le contrôle permanent par les organismes concernés peuvent eux aussi augmenter cette confiance.²¹

Considérons une société où une petite élite contrôle tous les pouvoirs politiques ; les droits de propriété de cette élite sont relativement bien protégés alors que ceux du reste de la population sont quasi-inexistants. Lorsque la majorité des opportunités d'investissement sont dans le domaine agricole, le type des institutions n'a pas de grande importance ; les membres de l'élite peuvent investir en agriculture et embaucher la population, tout le monde en bénéficie. L'arrivée de nouvelles technologies favorisant l'industrialisation peut faire basculer la situation, sauf si l'élite peut entreprendre des investissements industriels sans perdre son pouvoir politique, là on pourrait s'attendre à ce qu'elle profite de ces opportunités.

Cependant, il y a en réalité trois problèmes majeurs. Premièrement, les personnes ayant les idées et les compétences entrepreneuriales requises peuvent ne pas faire partie de l'élite, et par conséquent ne sont pas motivées à investir puisque les risques d'expropriation sont importants. Deuxièmement, il est possible que l'élite veille à empêcher ces investissements si elle estime que ceux sont plutôt les personnes en dehors de l'élite qui en bénéficieraient. Troisièmement, il est possible que l'élite veille à empêcher ces investissements si elle estime que les changements engendrés peuvent causer une révolte contre leurs pouvoirs absolus.

Ceci nous amène à deux conclusions importantes : ²² i) que la différence entre institutions favorisant la propriété privée et institutions extractives n'est significative que depuis que les technologies exigent une participation économique à large spectre, donc depuis la révolution industrielle, ii) et que les pays qui avaient des institutions efficaces sont ceux qui ont pu profiter des opportunités d'industrialisation à partir de la fin du Dix-huitième Siècle.

Dans le cas où les groupes de pression ont une grande influence sur les institutions, ces dernières ne peuvent changer qu'en cas de chocs exogènes. Acemoglu et al. (2005) citent l'exemple de l'Europe des années 1340 ; une épidémie de peste noire a significativement réduit le nombre de la population ce qui a donné aux paysans un plus grand pouvoir de négociation. Cette théorie s'applique aussi aux pouvoirs grandissant des commerçants Anglais et Néerlandais qui ont ouvert de nouveaux marchés en outre-Atlantique, un bénéfice dont les commerçants Français, Espagnols et Portugais en ont été privés vu que le commerce extérieur dans ces pays était monopolisé par le gouvernement.²³

3. Les Théories des Dotations

Acemoglu et al (2001) proposent une théorie sur les différences institutionnelles parmi les ex-colonies Européennes. Contrairement à la théorie de l'origine légale qui s'intéresse à l'identité du colonisateur en supposant que ses institutions influencent celles du pays colonisé, la "Théorie des Colons" s'intéresse beaucoup plus aux conditions de vie lors de la période d'occupation (représentées par le taux de mortalité des colons, d'où son nom). Cette théorie est basée sur trois axes essentiels : ²⁴

- Il y a différents types de politiques de colonisation ce qui a permis de créer différents types d'institutions au sein des colonies. D'un côté il y a la colonisation à but d'extraction où le colonisateur s'intéresse uniquement à extraire et envoyer un maximum de ressources au pays d'origine, les institutions installées n'accordent pas de grande importance aux droits de propriété privée ou à la protection contre l'expropriation par l'état. De l'autre côté, un nombre d'Européens ont fait le voyage pour s'installer dans les nouvelles colonies pour créer ce que Crosby (1986) appelle les "*Néo-Europes*", les institutions installées sont identiques à celles du pays originaire en matière de protection des droits de propriété. Les exemples les plus fulgurants sont l'Australie, la Nouvelle Zélande, le Canada et les Etats Unis ;
- Les stratégies de colonisation sont principalement influencées par les conditions naturelles et climatiques du pays ciblé. Dans les pays où les conditions de vie sont extrêmement dures (climat, relief et maladies), les colonies extractives sont les plus favorisées ;
- Les institutions instaurées par le pays colonisateur sont le plus souvent maintenues après l'obtention de l'indépendance politique.

Acemoglu et al (2002) estiment que la densité de la population et le niveau d'urbanisation ont eu leur part d'effet sur le type de colonialisme imposé. L'abondance de travailleurs Amérindiens a encouragé les colonisateurs Espagnols et Portugais à établir des systèmes de travail forcé pour l'extraction des métaux précieux ; alors que la densité de population élevée en Afrique a offert des opportunités de profit pour les commerçants d'esclaves à fournir la main d'œuvre nécessaire dans les fermes en Amériques. D'un autre côté, cette densité de la population a été vue comme source importante des revenus pour les autorités à travers l'imposition de taxes de plus en plus élevées.²⁵

Dans la partie empirique de l'étude, Acemoglu et al. (2002) trouvent une relation significativement négative entre un indicateur composite de prospérité en 1500 (calculé à travers deux sous-indicateurs : densité de la population et taux d'urbanisation) et des indicateurs de la qualité des institutions actuelles des ex-colonies (indice de la protection contre le risque d'expropriation, indice de contraintes sur le pouvoir exécutif). Donc, les zones relativement prospères en 1500 sont relativement plus pauvres actuellement, ce revers est essentiellement un effet direct du colonialisme.²⁶

Acemoglu et al (2001) indiquent qu'en plus des conditions de vie difficiles dans certaines ex-colonies extractives, la nature et les objectifs du colonialisme n'ont fait qu'empirer ces conditions. Les ressources naturelles étaient excessivement exploitées, les populations engagées dans des travaux très pénibles pour des salaires trop bas, et dans pas mal de cas elles finissaient par être vendues comme esclaves pour travailler dans les nouvelles terres d'Amérique. Les institutions (généralement informelles) et les usages en places ont été implicitement remplacés par des lois qui favorisaient les pouvoirs des autorités coloniales.²⁷

Pour consolider leur théorie, les auteurs utilisent des données sur les taux de mortalité des soldats, marins et évêques installés dans les différentes colonies entre les Dix-septième et Dix-neuvième Siècles comme indicateur des conditions de vie. Ils croisent un indice de la qualité des institutions actuelles au logarithme du taux de mortalité des colons (par millier), et ceci pour un groupe de 75 ex-colonies. La relation est fortement négative.

Même si les raisons majeures de la mort des colons sont la malaria et la fièvre jaune (ces deux maladies représentent les causes de décès pour 80% de colons Européens, 15% pour les maladies gastro-intestinales), ces deux maladies ne sont pas considérées comme les causes directes du sous-développement des pays pauvres d'aujourd'hui. Leurs effets sur les populations locales sont largement réduits grâce à la résistance qu'elles développent au fil du temps. Donc, c'est le canal de transmission par institutions qui est privilégié.²⁸

Du point de vue géographique, Diamond (1997) retrace 10.000 ans de l'histoire de l'humanité et attribue le succès qu'a connu l'Europe à l'extension géographique de l'Eurasie d'Est en Ouest contre l'orientation au sens Nord-Sud de l'Afrique et des Amériques. Cette extension horizontale à travers de vastes surfaces, dont les conditions climatiques sont

relativement similaires, a permis la diffusion de différents types de plantes, d'animaux domestiques et de technologies beaucoup plus tard ; par conséquent l'Europe et l'Asie se sont rapidement (en comparaison à d'autres continents) transformées de sociétés de chasse à des colonies, et puis à des états consolidés, ce qui explique pourquoi ceux sont les Européens qui ont envahi l'Afrique et les Amériques et non pas le contraire.²⁹

D'une autre part, Engerman et Sokoloff (1997) montrent à travers leur étude que l'agriculture en Amérique Latine et Centrale est favorable aux économies d'échelle, donc aux fermes de très large taille ; par la suite, les institutions qui s'y sont développées ciblaient la protection des quelques propriétaires contre les paysans. En Amérique du Nord par contre, les petites fermes étaient les plus répandues, des institutions égalitaires ont alors émergé. Ces différences en dotations se sont répercutées sur les institutions politiques en favorisant les droits de propriété privée et par la suite le développement des systèmes financiers.³⁰

Sachs et Warner (2001) présentent leurs idées sur l'effet négatif qu'a l'abondance des ressources naturelles sur la qualité des institutions. Dans les pays riches en ressources naturelles (hydrocarbures en particulier), il est plus facile de réaliser des bénéfices de la rente issue de ces ressources car elle ne dépend pas de la création de marchés ou de capital humain, ou d'investissement en R&D. L'élite dans ces pays est alors incitée à modeler les institutions d'une façon qui leur permet de s'approprier le plus de rentes réalisées.³¹

4. Les Autres Théories Expliquant le Développement Financier

En plus des trois axes principaux dans l'explication des variations en matière d'institutions (tradition légale, politique et dotations), plusieurs théories essayent de donner leurs versions sur les déterminants du développement financiers ; on y trouve entre autres la culture, la religion, l'ouverture commerciale et financière. Même si ces théories ne fournissent pas de preuves aussi solides que les précédentes, elles ne doivent pas être négligées.

Stulz et Williamson (2003) insistent sur l'impact des différences en matière de culture et de religion sur les niveaux du développement financier, ces différences se reflètent généralement sur l'application des contrats et la protection des droits individuels. Néanmoins, ils pointent du doigt l'impact de la colonisation sur cette relation ; ils citent l'exemple des pays musulmans qui, pour la plupart d'entre eux, payent des intérêts sur les dépôts pourtant prohibés dans le Coran, la raison derrière ceci est que leurs constitutions sont largement influencées par celles de leurs ex-colonisateurs.³²

La Porta et al. (1999) estiment que les religions et les traditions qui imposent plus de formalisme sont défavorables à la parfaite concurrence entre agents. Par exemple, l'église Catholique a pris une position négative vis-à-vis du paiement d'intérêts sur les crédits, et c'est catégoriquement prohibé par le Coran ; par contre, les protestants le considèrent comme fait normal pour le bon déroulement du commerce. Dans ce sens, les droits des créanciers jouissent de plus de protection dans les pays à dominance Protestante.³³

Les variations de la qualité des institutions légales peuvent être expliquées aussi par les attitudes sociales envers l'assurance, la prise de risque et l'individualisme. Greif (1994) applique une distinction entre les sociétés communalistes/collectivistes et les sociétés individualistes pour expliquer les différences en matière d'organisation sociétale entre la ville de Gênes et les pays du Maghreb, ainsi que pour justifier pourquoi c'est en Europe que le capitalisme s'est créé et non pas ailleurs.

La tradition individualiste en Europe, qui remonte à la Grèce ancienne et au début du Christianisme, permettait l'établissement d'institutions privées à vocation lucrative et non pas familiale ; par contre, l'idéologie Maghrébine se basait beaucoup plus sur les institutions informelles pour la résolution des conflits, les institutions qui veillent à l'application des contrats publics n'ont pas pu alors se développer.³⁴

Parallèlement, le fractionnement ethnique dans plusieurs pays Africains est associé à plus d'interventionnisme (risques plus élevés d'expropriation de la propriété privée), à une inefficacité des gouvernements (niveaux élevés de corruption et de fraude), à un capital social

insuffisant (taux de mortalité et d'analphabétisme élevés) et une liberté politique très limitée. Par conséquent, ces pays ont assisté au développement de systèmes légaux ségrégationnistes qui empêchent l'instauration d'institutions favorables à l'investissement.³⁵

De leur part, les événements historiques spécifiques peuvent tourner en expériences traumatisantes pour les nations, avec de larges implications pour les institutions. Malmendier et Nagel (2011)³⁶ estiment que les Américains qui ont grandi durant les années de la grande dépression sont majoritairement des investisseurs plus prudents que la moyenne.

La théorie de Rajan et Zingales (2003) sur les groupes de pression est basée sur l'idée qu'une ouverture commerciale non accompagnée d'ouverture financière est loin de causer le développement financier, ils argumentent que dans ce cas les groupes de pression sont prêts à bloquer l'accès aux nouveaux entrants en posant plus de barrières afin de protéger leurs intérêts. Alors que si l'ouverture touche aussi le secteur financier, les entreprises dominantes seront en mesure de profiter de la plus grande disponibilité des fonds ce qui les pousse à autoriser une certaine ouverture des marchés.³⁷

Ces idées sont contradictoires à ceux de McKinnon (1991) ; ce dernier suggère que l'ouverture commerciale doit toujours précéder l'ouverture financière et non pas l'accompagner, et que l'ouverture du compte courant du capital doit être la dernière étape dans le processus de libération.³⁸

Dans les économies où la concentration de la propriété des entreprises est très élevée, les entrepreneurs sont incités à investir dans les relations avec les politiciens pour poser de plus lourdes formalités et procédures aux nouveaux entrants ou pour acquérir certains privilèges tels que les capitaux ou les matières premières dont les quantités ne suffisent pas pour tout le monde. Ce phénomène que Hellman et al. (2003) nomment la "*capture de l'état*" est très répandu dans les pays en transition ce qui allonge la période d'instabilité politique et de dépendance économique.³⁹

5. Les Institutions et le Développement Financier

Les théories institutionnelles font face à plusieurs critiques ; à titre d'exemple, les dotations géographiques telles que la latitude et les maladies locales sont censées avoir un impact direct sur l'activité économique plutôt qu'un impact indirect à travers les institutions. Le climat en Europe, en Amérique du Nord et en Australie est favorable à l'agriculture et défavorable à la propagation des maladies ; l'accès aux mers et aux océans permet l'exploitation d'économies d'échelle ; l'impact négatif de la colonisation est reflété à travers l'épuisement des ressources naturelles et la propagation de l'analphabétisme.

Par contre, Acemoglu et al (2002) démontrent que la divergence entre les deux types de Droits n'a pas toujours existé, mais qu'elle a augmenté avec la révolution industrielle ce qui favorise l'idée de transmission par les institutions. De sa part, Baumol (1990) atteste que dans un environnement où les droits de propriété sont bien définis et protégés, les entrepreneurs peuvent orienter leurs capitaux et leurs énergies vers les activités productives et innovatrices au lieu de passer leur temps à s'inquiéter pour leurs investissements d'être expropriés par les autorités ou par d'autres entrepreneurs.⁴⁰ Nous essayerons à travers cette section de présenter quelques études empiriques qui traitent la relation institutions-finance de différents angles.

Levine (1999)⁴¹ essaye à travers une étude empirique de tester l'impact de la qualité des institutions sur le niveau du développement financier. Il considère quatre mesures du développement financier, soit : i) le ratio des passifs liquides du système financier au PIB, ii) le ratio des crédits bancaires à la somme des crédits bancaires et les actifs domestiques de la banque centrale, iii) le ratio des crédits contractés par le secteur privé au total des crédits domestiques, et iv) le ratio des crédits contractés par le secteur privé au PIB.

L'auteur considère l'origine légale comme déterminant exogène du développement financier puisque, dans la plupart des cas, les systèmes légaux ont été imposés par la colonisation et l'impérialisme. La qualité des institutions est alors perçue à travers trois angles différents :

a) Les droits des créiteurs : Pour mesurer la qualité des droits des créiteurs, l'auteur utilise trois indicateurs : i) AUTOSTAY indique la restriction sur la possession de garanties et la liquidation en cas de défaut de paiement de l'entreprise, ii) MANAGES indique que les directeurs de l'entreprise en faillite restent à la direction jusqu'à la décision finale de liquidation, iii) SECURED1 implique la priorité des créanciers sécurisés dans le paiement en cas de liquidation.

Les différentes régressions entre les indicateurs de protection des droits des créiteurs et ceux du développement financier affichent des corrélations négatives pour les deux premiers indicateurs, et positive pour le troisième, alors que la significativité n'est pas toujours assurée. Ce dernier point est résolu lors de l'ajout de l'origine légale comme variable instrumentale.

b) La mise en application des contrats : Il s'avère qu'avoir des droits de créiteurs plus importants n'est pas significatif si les lois qui gèrent ces droits ne sont pas appliquées rigoureusement. L'auteur utilise la variable CONRISK pour mesurer la possibilité des autorités à modifier les contrats signés (Ces modifications se caractérisent par la répudiation, le report et la réduction des obligations financières du gouvernement). La corrélation est significativement négative.

c) Les standards de comptabilité : La disponibilité des informations sur une entreprise facilite le contrôle de gestion ainsi que le choix des projets à financer. Certes, les systèmes de comptabilité diffèrent à travers les pays, mais les autorités tendent à imposer quelques règles pour faciliter l'interprétation et la comparaison des données.

Dans ce sens, Levine (1999) utilise la variable ACCOUNT pour mesurer la compréhensibilité des données sur les entreprises. Cet indicateur est significativement et positivement corrélé au rôle des banques par rapport à la banque centrale, ainsi qu'un meilleur système de comptabilité stimule l'octroi de crédits aux entreprises privées.

Beck et al. (2000b)⁴² retrouvent de pareils résultats lors d'une étude similaire : Les indicateurs de l'environnement légal expliquent les variations des niveaux du développement financier à travers les pays lorsqu'ils sont inclus tous dans la régression, mais aucun d'entre eux n'explique individuellement ces variations. L'indicateur des passifs liquides (en ratio au PIB) est plus proche des indicateurs d'application des contrats et des droits des créiteurs, alors que l'indicateur des crédits privés fournis par les intermédiaires financiers (lui aussi en ratio au PIB) s'associe plus aux indicateurs d'application des contrats et des standards comptables. Ils estiment que même si on ne peut pas changer l'origine légale d'un pays, ce dernier peut toujours entreprendre des réformes qui visent à conforter la confiance des épargnants dans les systèmes financier et juridique.

De leur part, La Porta et al. (1997)⁴³ étudient la relation entre la qualité des lois sur la protection des investisseurs et la taille des marchés financiers. Ils utilisent comme indicateurs pour les marchés financiers : i) Le ratio de la capitalisation boursière au PNB, ii) Le nombre des entreprises locales cotées en bourses pour un million d'habitants, iii) Le nombre des offres publiques de souscription par rapport au nombre d'habitants.

Les auteurs distinguent parmi les investisseurs entre les actionnaires et les créanciers ; pour la protection des droits des actionnaires, les auteurs considèrent un indice de protection contre les dirigeants qui comprend : i) la possibilité de vote par e-mail, ii) l'obligation de déposer les actions avant une assemblée générale, iii) la possibilité de vote cumulé pour les directeurs, iv) la facilité pour les actionnaires minoritaires à demander une assemblée générale extraordinaire, v) la spécification du nombre de vote qu'une action détient, et tout

particulièrement vi) la disponibilité de mécanismes permettant aux actionnaires minoritaires réprimés de poursuivre en justice les directeurs. Alors que pour les créanciers, les auteurs agrègent un indicateur qui représente : i) les restrictions sur les capacités des directeurs à se protéger unilatéralement contre les créanciers, ii) le licenciement obligatoire des dirigeants lors des procédures de réorganisation, iii) le gel automatique des avoirs, et iv) la priorité absolue des créanciers sécurisés.

Deux variables supplémentaires sont introduites, en occurrence l'origine légale de chaque pays, ainsi qu'un indicateur sur l'autorité des lois qui représente une évaluation de l'environnement légal par les différents agents économiques.

L'article démontre que l'environnement légal est très important pour le développement des marchés financiers, puisque de meilleures lois (et qui sont réellement appliquées) protègent les investisseurs contre l'expropriation de leurs droits par les entrepreneurs. En introduisant l'origine légale comme variable explicatrice, les pays issus du Droit Civil Français affichent plus de fragilité en matière de protection des droits des créanciers et des actionnaires.

Andrianova et al. (2008)⁴⁴ s'intéressent à la propriété publique des banques, et essaient de justifier cette orientation à travers le cadre institutionnel d'un pays. Ils estiment que même dans les systèmes financiers les plus développés, les banques publiques sont perçues comme moins risquées, et sont donc capables de lever des fonds à moindres coûts par rapport aux banques privées.

A la suite de leur étude, Andrianova et al. (2008) jugent que la privatisation des banques publiques est au mieux pas nécessaire, et au pire maléfique. Ils estiment aussi qu'il vaut mieux améliorer le cadre institutionnel et juridique, et laisser les banques publiques disparaître "naturellement" en se faisant expulser du marché par des banques privées plus performantes.

D'un autre point de vue, Moretti (2014) estime que les différences de performance entre les marchés bancaires provinciaux ne peuvent pas être reliées à l'origine du système légal comme prédit par La Porta et al. (1997, 1998) ; L'Italie est une nation consolidée depuis 1861, dès lors, les régulations financières (y compris celles sur la propriété privée) sont uniformisées dans tout le pays. Cependant, de larges différences en matière de disponibilité de crédit persistent à travers les provinces Italiennes. L'une des raisons principales de ces différences réside dans la qualité des systèmes judiciaires et de l'application de leurs décisions.

45

A ce propos, Bonaccorsi di Patti (2009) indique une corrélation positive entre le taux de criminalité et les difficultés à obtenir un crédit dans certaines provinces Italiennes ; il explique ceci par l'impact de la criminalité sur la fragilité des entreprises (à travers l'extorsion), sur l'incertitude de remboursement (fraudes et faillites frauduleuses), sur la compétitivité déloyale (disponibilité d'importants fonds issus du blanchiment d'argent) et sur la disponibilité des fonds (les groupes de pression connectés aux réseaux criminels favorisent le financement des entreprises et activités qui leur appartiennent).

Conclusion

A la fin de cet article, on peut confirmer que les différences entre les systèmes financiers en matière de taille et de performance ne sont pas une coïncidence ou une simple affaire de préférences ; il s'agit d'un processus qui a commencé depuis plusieurs générations, et qui s'est enraciné dans les sociétés. Cependant, il y a l'exemple des pays du Sud-est Asiatique où les autorités locales ont réussi à renverser la tendance en bâtissant des systèmes financiers forts et fiables.

On peut résumer, donc, que quelque ce soit l'origine légale d'un pays, sa position géographique, son régime politique ainsi que la composante socioculturelle de sa population, aucun pays n'est condamné à avoir un système financier spécifique ; ces facteurs peuvent être

contournés par l'élaboration des lois qui stimulent et protègent les investissements rentables et innovateurs.

Notes et références:

¹ Levine R "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda" *Journal of Economic Literature*, vol. 35, n° 2, 06.1997, p 689.

² Bodie Z. & Merton R "Finance" traduit par Thibierge C, Pearson, Paris, 2^{ème} éd., 2007, pp 31-38.

Patrick H.T "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries" *Economic Development and Cultural Change*, vol. 14, n° 2, 01.1966, p 183.

³ Bodie Z. & Merton R, op.cit, p 28.

⁴ Bencivenga V.R. & Smith B.D "Financial Intermediation and Endogenous Growth" *The Review of Economic Studies*, vol. 58, n° 2, 04.1991, p 207.

⁵ Bisignano J "Towards an Understanding of the Changing Structure of Financial Intermediation: An Evolutionary Theory of Institutional Survival" Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Amsterdam, 1998, pp 20-26.

⁶ Huang Y "Determinants of Financial Development" Palgrave Macmillan, Hampshire, 2010, p 10.

⁷ La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. & Vishny R "Legal Determinants of External Finance" *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, 07.1997, pp 1131-1132.

⁸ Beck T., Demirgüç-Kunt A. & Levine R "Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?" *Journal of Comparative Economics*, vol. 31, n° 4, 12.2003, p 657.

⁹ Balas A., La Porta R., Lopez-de-Silanes F. & Shleifer A "The Divergence of Legal Procedures" *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 1, n° 2, 08.2009, p 139.

¹⁰ Levine R "Law, Finance, and Economic Growth" *Journal of Financial Intermediation*, vol. 8, n° 1-2, 01.1999, p 13.

¹¹ Beck T., Demirgüç-Kunt A. & Levine R "Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?" op.cit, p 659.

¹² Beck T., Levine R. & Loayza N "Finance and the Sources of Growth" *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, 2000a, p 274.

¹³ La Porta R., Lopez-de-Silanes F. & Shleifer A "The Economic Consequences of Legal Origins" *Journal of Economic Literature*, vol. 46, n° 2, 06.2008, p 288.

¹⁴ Beck T., Demirgüç-Kunt A. & Levine R "Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?" op.cit, pp 654-655.

¹⁵ Beck T., Demirgüç-Kunt A. & Levine R "Legal Theories of Financial Development" *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 17, n° 4, 2001, p 485.

¹⁶ La Porta R., Lopez-de-Silanes F. & Shleifer A, op.cit, p 298.

¹⁷ Beck T., Demirgüç-Kunt A. & Levine R "Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?" op.cit, p 670.

¹⁸ Beck T. & Levine R "Legal Institutions and Financial Development" *La Banque Mondiale*, Document de Travail n° 3136, 09.2003, pp 17-19.

¹⁹ Rajan R.G. & Zingales L "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century" *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n° 1, 07.2003, p 7.

²⁰ Huang Y, op.cit, p 103.

²¹ Amable B., Chatelain J-B. & De Bandt O "Confiance dans le Système Bancaire et Croissance Economique" *Revue Economique*, vol. 48, n° 3, 05.1997, p 406.

²² Acemoglu D., Johnson S. & Robinson J.A "Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution" *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, n° 4, 11.2002, pp 1271-1273.

²³ Acemoglu D., Johnson S. & Robinson J.A "The Rise of Europe: Atlantic Trade, Institutional Change, and Economic Growth" *The American Economic Review*, vol. 95, n° 3, 06.2005, pp 563-568.

²⁴ Acemoglu D., Johnson S. & Robinson J.A "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation" *The American Economic Review*, vol. 91, n° 5, 12.2001, p 1370.

²⁵ Acemoglu D., Johnson S. & Robinson J.A "Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution" op.cit, p 1265.

²⁶ Ibid., p 1268.

- ²⁷ Acemoglu D., Johnson S. & Robinson J.A “The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation” op.cit, pp 1374-1376.
- ²⁸ Ibid., p 1371.
- ²⁹ Beck T “Legal Institutions and Economic Development” *European Banking Center*, Document de Travail n° 94, 08.2010, p 3.
- ³⁰ Beck T., Demirgüç-Kunt A. & Levine R “Legal Theories of Financial Development” op.cit, pp 485-486.
- ³¹ Sachs J.D. & Warner A.M “The Curse of Natural Resources” *European Economic Review*, vol. 45, n° 4-6, 05.2001, p 835.
- ³² Stulz R. & Williamson R “Culture, Openness, and Finance” *Journal of Financial Economics*, vol. 70, n° 3, 12.2003, p 346.
- ³³ La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. & Vishny R “The Quality of Government” *Journal of Law, Economics, & Organization*, vol. 15, n° 1, 04.1999, p 263.
- ³⁴ Greif A “Cultural Beliefs and the Organization of Society: A Historical and Theoretical Reflection on Collectivist and Individualist Societies” *Journal of Political Economy*, vol. 102, n° 5, 10.1994, pp 942-943.
- ³⁵ La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. & Vishny R “The Quality of Government” op.cit, p 245.
- ³⁶ Malmendier U. & Nagel S “Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking?” *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, n° 1, 02.2011, pp 373-416.
- ³⁷ Rajan R.G. & Zingales L, op.cit, p 45.
- ³⁸ Baltagi B.H., Demetriades P.O. & Law S.H “Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data” *Journal of Development Economics*, vol. 89, n° 2, 07.2009, p 285.
- ³⁹ Hellman J.S., Jones G. & Kaufmann D “Seize the State, Seize the Day: State Capture and Influence in Transition Economies” *Journal of Comparative Economics*, vol. 31, n° 4, 12.2003, pp 762-763.
- ⁴⁰ Baumol W.J “Entrepreneurship: Productive, Unproductive and Destructive” *Journal of Political Economy*, vol.98, n° 5, partie 1, 10.1990, p 918.
- ⁴¹ Levine R “Law, Finance, and Economic Growth” op.cit, pp 8-35.
- ⁴² Beck T., Levine R. & Loayza N “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes” *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, n° 1, 08.2000b, pp 31-77.
- ⁴³ La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. & Vishny R “Legal Determinants of External Finance” op.cit, pp 1131-1150.
- ⁴⁴ Andrianova S., Demetriades P. & Shortland A “Government Ownership of Banks, Institutions, and Financial Development” *Journal of Development Economics*, vol. 85, n° 1-2, 02.2008, pp 218-252.
- ⁴⁵ Moretti L “Local Financial Development, Socio-institutional Environment, and Firm Productivity: Evidence from Italy” *European Journal of Political Economy*, vol. 35, 09.2014, p 40.

Bibliographie

1. Acemoglu D., Johnson S. & Robinson J.A “Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution” *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, n° 4, 11.2002.
2. Acemoglu D., Johnson S. & Robinson J.A “The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation” *The American Economic Review*, vol. 91, n° 5, 12.2001.
3. Acemoglu D., Johnson S. & Robinson J.A “The Rise of Europe: Atlantic Trade, Institutional Change, and Economic Growth” *The American Economic Review*, vol. 95, n° 3, 06.2005.
4. Amable B., Chatelain J-B. & De Bandt O “Confiance dans le Système Bancaire et Croissance Economique” *Revue Economique*, vol. 48, n° 3, 05.1997.
5. Andrianova S., Demetriades P. & Shortland A “Government Ownership of Banks, Institutions, and Financial Development” *Journal of Development Economics*, vol. 85, n° 1-2, 02.2008.
6. Balas A., La Porta R., Lopez-de-Silanes F. & Shleifer A “The Divergence of Legal Procedures” *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 1, n° 2, 08.2009.
7. Baltagi B.H., Demetriades P.O. & Law S.H “Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data” *Journal of Development Economics*, vol. 89, n° 2, 07.2009.

8. Baumol W.J “Entrepreneurship: Productive, Unproductive and Destructive” *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 5, partie 1, 10.1990.
9. Beck T “Legal Institutions and Economic Development” *European Banking Center*, Document de Travail n° 94, 08.2010
10. Beck T. & Levine R “Legal Institutions and Financial Development” *La Banque Mondiale*, Document de Travail n° 3136, 09.2003.
11. Beck T., Demirgüç-Kunt A. & Levine R “Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?” *Journal of Comparative Economics*, vol. 31, n° 4, 12.2003.
12. Beck T., Demirgüç-Kunt A. & Levine R “Legal Theories of Financial Development” *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 17, n° 4, 2001.
13. Beck T., Levine R. & Loayza N “Finance and the Sources of Growth” *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, 2000a.
14. Beck T., Levine R. & Loayza N “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes” *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, n° 1, 08.2000b.
15. Bencivenga V.R. & Smith B.D “Financial Intermediation and Endogenous Growth” *The Review of Economic Studies*, vol. 58, n° 2, 04.1991.
16. Bisignano J “Towards an Understanding of the Changing Structure of Financial Intermediation: An Evolutionary Theory of Institutional Survival” Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Amsterdam, 1998.
17. Bodie Z. & Merton R “*Finance*” traduit par Thibierge C, Pearson, Paris, 2^{ème} éd, 2007.
18. Greif A “Cultural Beliefs and the Organization of Society: A Historical and Theoretical Reflection on Collectivist and Individualist Societies” *Journal of Political Economy*, vol. 102, n° 5, 10.1994.
19. Hellman J.S., Jones G. & Kaufmann D “Seize the State, Seize the Day: State Capture and Influence in Transition Economies” *Journal of Comparative Economics*, vol. 31, n° 4, 12.2003.
20. Huang Y “*Determinants of Financial Development*” Palgrave Macmillan, Hampshire, 2010.
21. La Porta R., Lopez-de-Silanes F. & Shleifer A “The Economic Consequences of Legal Origins” *Journal of Economic Literature*, vol. 46, n° 2, 06.2008.
22. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. & Vishny R “Legal Determinants of External Finance” *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, 07.1997.
23. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. & Vishny R “The Quality of Government” *Journal of Law, Economics, & Organization*, vol. 15, n° 1, 04.1999.
24. Levine R “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda” *Journal of Economic Literature*, vol. 35, n° 2, 06.1997.
25. Levine R “Law, Finance, and Economic Growth” *Journal of Financial Intermediation*, vol. 8, n° 1-2, 01.1999.
26. Malmendier U. & Nagel S “Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking?” *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, n° 1, 02.2011.
27. Moretti L “Local Financial Development, Socio-institutional Environment, and Firm Productivity: Evidence from Italy” *European Journal of Political Economy*, vol. 35, 09.2014.
28. Patrick H.T “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries” *Economic Development and Cultural Change*, vol. 14, n° 2, 01.1966.
29. Rajan R.G. & Zingales L “The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century” *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n° 1, 07.2003.
30. Sachs J.D. & Warner A.M “The Curse of Natural Resources” *European Economic Review*, vol. 45, n° 4-6, 05.2001.
31. Stulz R. & Williamson R “Culture, Openness, and Finance” *Journal of Financial Economics*, vol. 70, n° 3, 12.2003.